

美国金融改革方案对金融衍生品市场的监管反思

陈 欣

(厦门大学 法学院, 福建 厦门 361005)

摘 要: 美国金融监管体系一向具有“危机指向”的历史特征, 同样地, 在金融危机仍未结束之时, 美国已经开始酝酿包含金融衍生品市场法律制度在内的变革。这些变革立足于金融衍生品的扩张与监管不足对市场系统性风险的影响, 主张标准化的场外衍生品进入交易所交易或通过集中的交易对手进行清算, 设立统一的监管体系规制具有类似经济性质的金融衍生品和证券。同时, 对于对冲基金等市场参与者, 也提出增强约束的建议。

关键词: 金融危机; 衍生品; 监管改革

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-3933(2009)11-0038-05

Consideration of the Regulation System of Financial Derivatives of the United States for Financial Crisis

CHEN Xin

(Law School, Xiamen University, Xiamen 361005 China)

Abstract: The financial regulation system of the United States was always modified after the financial crisis. Similarly, as the recent financial crisis doesn't come to an end, the related innovation is getting underway. Based on the growth of the financial derivatives and the lacking of regulation, the proposal suggests the standardized OTC derivatives transactions to be executed in the exchange, the introduction of the central clearing counterparties and the harmonization of futures and securities regulation. In addition, the proposal demands the strict restriction of the hedge funds and other private funds.

Key words: the financial crisis; derivatives; regulation reform

2008 年, 美国金融危机全面爆发并引发全球主要金融市场的持续动荡。此次危机的导火线是美国银行利率上涨以及房地产价格下降带来的资金链的断裂, 然而, 更深层次的原因却在于金融风险通过信用衍生品的创新逐渐累加, 并通过相关产品的拆分和出售不断扩大。另一方面, 对冲基金等私募基金对高杠杆金融衍生工具的偏好以及所使用的激进的投资策略, 更加剧了危机发生的广度和深度。因此, 美国《金融规制改革方案》(以下简称《方案》)力图加大对金融业审查的力度, 特别是将游离于监管边缘的场外衍生品市场(以下简称 OTC 市场)和对冲基金纳入监管体系, 整合证券和期货的监管, 以降低系统风险, 维护金融市场的稳定。

一、对缺乏透明度 OTC 市场的监管介入

场外衍生品交易最初产生于远期合约从期货合约中剥离, 但在当时, 多数交易者都是出于避险的目的, 有真实的交易作为基础。OTC 市场的扩张却是发生在 20 世纪 90 年代后美国商品期货交易委员会(CFTC)采取的放任(laissez-

faire)策略, 而无视纽约银行、加州橙县案给市场和金融体系带来的动荡。自此之后, 全球金融市场的迅速创新绝大多数都发生在 OTC 市场。OTC 市场与交易所市场最根本的区别就在于场外合约可以量身定做, 能够最大限度地反映客户的特定需求。场外衍生合约在数量、到期时间、信用支持及其他条款上的灵活性使之满足了不同层次、不同风险喜好客户的需要。但是场外衍生合约的劣势也非常明显, 它缺乏流动性、透明度及竞争性定价。在合约交割时, 利益能否实现不仅取决于基础资产价格的变化, 还取决于对方的履约能力。而且, 当合约条款过于复杂时, 可能出现一方(通常是客户)对合约理解不充分、不完整的情况。于是, 原希望通过 OTC 市场将风险转移到最有可能承担的人, 最后却成了风险在危机中蔓延的主要途径。

在美国, 根据 1936 年《商品交易所法》的规定, 由于场外衍生品不属于标准合约, 因此给予其监管豁免。而 2000 年《商品期货现代化法》进一步明确, 外汇产品的场外交易不受《商品交易所法》的监管。合格市场参与者之间的除

收稿日期: 2009-08-24

基金项目: 韩龙教授主持的 2008 年国家社会科学基金重点项目:《防范和化解国际金融风险和危机的制度建构研究》(08AJY013)的阶段性研究成果

作者简介: 陈欣(1977-), 女, 福建泉州人, 法学博士, 厦门大学法学院讲师, 研究方向: 国际金融法。

外商品的交易也不受《商品交易法》和 CFTC 的监管^[1]。除外商品包括利率、汇率、特定指数等。这些监管宽松的 OTC 衍生品,特别是信用违约互换(CDS),在此次金融危机中起了毁灭性的作用。危机发生前,许多机构和投资者拥有大量的 CDS 仓位,特别是以不动产为基础的 CDS。这些产品十分复杂,即使是经验丰富的投资者都难以理解。同时,美国国际集团(AIG)和特定单一险种的保险公司为这类贷款支付证券价值的急跌提供保护,以及他们的交易对手——各银行对信用风险不足的管理和信用评级存在的时滞性和其他缺陷,使金融系统承受未被认知的巨大风险。当 CDS 的价格下降时,危险变得很清晰。按照最初的预计,各金融机构相信这些衍生品可以保护他们的投资并保证回报,即使是在市场下行的时候。然而,危机中涉及的合同的总金额却远远超出担保机构能承担的亏损,而缺乏有效的监管,使得监管者不能尽早识别和转移不断累积、扩大的系统风险威胁。

为此,《方案》要求 OTC 市场的监管应达到 4 个目标:防范 OTC 市场活动对金融体系构成风险;促进 OTC 市场的效率和透明度;禁止市场操纵、欺诈及其他市场滥用行为;保证 OTC 产品不会不适当地出售给不具备成熟经验的投资者(包括机构投资者,如市政当局)。可以看出,这些目标的选择不在于控制供求关系,限制衍生品市场的容量,而是在监管资源有限的情况下,通过改善信息的不对称和市场的完善,有效维护市场和金融体系的有序性和安全性。其原因在于随着金融创新、风险管理水平的提高,技术的进步,OTC 产品涉及了信贷、投资、保险等多个专业知识领域,这些不同领域的相互交织,导致了风险传递过程的复杂性,结果是市场透明度的大幅降低以及进行风险评估的困难。特别是在市场发生危机时,对动态避险策略的依赖会致使原来还可以承受压力的市场突然进入不能兑现的危机。透明度的提高是避免这种情况发生的主要途径,它通过信息的披露,可以为投资者提供市场波动的资讯,降低市场事件的溢出效应;而对市场滥用行为的明令禁止,则可以避免交易者不诚实地扭曲或控制衍生品的价格,促进衍生品正确反映基础产品价格的变化趋势,使衍生品市场发挥其应有的价格发现和避险功能,保护价格体系、金融体系的完整性、准确性。

另一方面,《方案》认为,集中的中央清算机构能最有效地降低信用风险。因为 OTC 交易商和在该市场从事交易的机构给交易对方带来大量的风险暴露,对于标准化的场外合约而言,如果由统一的清算机构作为每一笔交易对手,将会最大限度地保证所有合约的履行。而对于标准化且达到一定需求的场外衍生品,则可以转移到交易所中,建立迅速、及时报告交易的电子系统,以便价格信息和其他交易信息能在市场充分被消化。同时,《方案》还要求通过对《商品交易法》及证券立法的修改,授予 CFTC 和 SEC 基于各自监管目的的明确的权力,允许其对 OTC 衍生品头寸

予以限制,并增加对 OTC 交易记录留存和报告的要求,致力于使 OTC 市场交易更加透明,起到价格发现的功能。

简而言之,在金融危机前,美国官方监管机构并非十分明智地允许 OTC 市场及交易者作为市场本身的监管者。虽然,市场中自发产生的各种各样的规则,包括金融机构内部风险控制系统和公司治理的方法,国际互换与衍生工具协会(ISDA)颁布的标准化协议,都潜在地对它们起到约束作用,但实践证明,官方监管虽然有时因其“家长式统治”(paternalistic)被诟病,却是公平且必要的。它可以保护交易者作出商业决定的自主权,同时避免这种权限被无限制地扩大。对 OTC 市场从市场自治向官方监管与自律监管并重,可以通过市场压力以及激励与惩戒并存的制度安排(如完善的金融基础设施、交易所的规则设置、健全的法律与会计制度、完善的信用评级等),使市场参与者自发地提高内部风险管理能力,控制和监督风险决策的执行。由此,《方案》立足于对市场完整性的认知,鼓励 OTC 衍生品更多地进入交易所交易或采用标准化的统一清算,从而通过 OTC 市场和交易所市场间的竞争使两个市场都更为透明、有效,最终达到更好地为客户服务的目的。此外,在投资者保护上,此次金融危机的过程表明,无论是交易主体的不慎操作或是违规者的蓄意所为,都会带来巨额的损失。遭受这些损失的投资者会对金融衍生品市场乃至整个金融体系失去信心,并引发信用危机。因此,监管机构的重心不仅应放在对违规者的惩罚上,还应该对 OTC 市场普通交易主体的投资行为进行合理限制,从而形成基于市场准入及约束产品出售对象的事前防范、针对违法行为的事中规制以及危机发生时的事后处理的金融安全网。

二、对交易所市场的监管协调——期货和证券监管的整合

在美国,1936 年《商品交易法》赋予 CFTC 对衍生品独占的管辖权,但是,随着一些期货合约难以和证券进行区分,CFTC 和 SEC 之间发生管辖权之争并以 SEC 取得指数期权合约的管辖权告终。在金融衍生品监管职责的划分上,CFTC 的目标是促进价格风险的转移,因此,CFTC 监管服务于套期保值和价格发现功能的市场和产品。交易所内新合约的上市,必须得到 CFTC 的批准,证明其符合商业需要,具有经济价值,有足够的可交割供应量以防止市场操纵,具有价格发现功能并且符合公众利益。SEC 的监管目标则是促进资本形成,所以 SEC 关注以投资目的为基础的市场和产品,如证券期权和股票指数期权。

但事实上,这样的一种监管划分并没有强有力的说服力,更像是对 CFTC 和 SEC 间监管竞争的妥协。特别是某些金融工具不能简单、直接地归入特定的类别,而对于投资者而言,无论是投机或者套期保值,这些金融工具能达到的目标都是相同的^[2]。许多在商品和证券交易所甚至场外交易的金融工具都存在可以归入期货或证券监管的特性,这种管辖权的重叠却导致经济意义上相似的金融工具可能

属于不同机构监管,适用相冲突的监管规则和政策。很多情况下这样的一种重叠延伸出众多法律纠纷,市场参与者对于这些合约的法律效力无所适从,以致相关交易进行得举步维艰。而且在这种竞争体制下,衍生品交易仍然存在监管真空。例如,由于期货和证券间的界限在某些情况下比较模糊且其外延难以确定,当一项衍生品合约超出机构监管范围之外,且交易所设计的合约从表面看来不属于证券或者期货,那么这份合约便很可能逃避明确的监管。另一方面,法院或者监管机构还可能因为无法为其归类而判决合约不能强制执行。同时,这些纠纷也在不断地消耗监管机构的资源,事实上,这些资源本可以用于监管机构更好地履行职责。

对此,《方案》指出,由于衍生品市场的发展和新的衍生工具的出现,使得有必要协调 SEC和 CFTC在监管上的不同。从法律制度背后的公共政策出发,期货和证券的监管目标大致一致:保护投资者、保证市场的完整和统一、促进价格的透明。虽然证券和期货作为不同类型的金融工具存在差别,但是其所产生的监管差异并不明显。当然,该建议也需要监管机构间的合作和协调。例如,按照《商品交易法》的规定,在期货市场交易的基金为商品基金经营者,每年应向 CFTC提交年度金融报告。目前,美国这类基金超过 1300 家,其中包括一些大型对冲基金。这就要求 CFTC享有对这些机构执行权的同时,允许 SEC在该领域得到相应授权。而目前,CFTC采用的是“以原则为基础”的策略监管交易所、清算机构和中介机构。SEC则适用“以规则为基础”的策略,这就要求 CFTC和 SEC进行协调,并保证新的立法更为精确,以使得违反规定的市场实践能够很容易地被识别,利于监管者的执法。同时,它们还必须足够的灵活,为遵循这些规定产品的创新提供空间。但是,《美国金融改革方案》对经济价值类似的期货和证券立法的协调并不要求终止或修改商品期货如农业、能源等期货产品的监管规则,因为这些市场更需要保护,它们必须保持在特定的、具有延续性的监管系统中。

因此,《方案》对期货和证券监管整合的目的是结束管辖权的不确定性和保证具有同等经济属性的产品受到一致的监管,而无须考虑该产品会隶属于哪一监管机构,从而排除产品创新的人为障碍。协调 SEC和 CFTC的监管可以杜绝这种状况的发生。同时,它还有利于减少 SEC和 CFTC间的监管竞争,避免从事多项金融服务的公司面对各式各样甚至是冲突的监管标准。证券和期货监管的整合还将允许更多的金融工具进入受到规制的交易所,竞争的加强将使市场更为有效,吸引 OTC衍生品进入交易所或通过透明的电子交易系统交易。

三、对对冲基金的监管改革

在衍生品市场,最为活跃的交易主体是对冲基金,它们运用各种投资策略,对指数期货、股票期权、远期外汇合约,乃至其他具有财务杠杆效果的金融工具进行投资,同时

也可在各地的股市、债市、汇市、商品市场进行投资。经过几十年的演变,对冲基金已失去其初始的风险对冲的内涵,成为一种新的投资模式的代名词,即基于最新的投资理论和极其复杂的金融市场操作技巧,充分利用各种衍生金融产品尤其是场外衍生品的杠杆作用,承担高风险、追求高收益的投资模式。但是,相对于共同基金等金融机构,对冲基金所受到的监管却十分宽松。绝大多数投资公司(如共同基金)都受到《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1940年投资公司法》和《1940年投资顾问法》的约束,但是这些法律却允许符合特定条件(如投资者的数量、类型、投资的私募性质)的对冲基金无须进行相关登记或予以监管豁免。

但从此次金融危机却可以看到,由于缺乏严格的登记和报告制度,监管机构不能收集到足够的信息有效规制对冲基金的行为,从而无力给予投资者充分的保护。在此前,监管机构只能建议投资者“获得准确、及时的历史和现状的资料,以确保该基金在策略、合约的草拟、条款、风险管理上履行应有的谨慎,从而保证投资者对基金管理人的投资决定取得一定的信息”^[3]。该规定的缺陷主要体现在两个方面:首先,即使经验丰富的投资者,都可能不具备足够的专业知识对获得的信息以及该投资决定是否正确予以评估;其次,在经济繁荣、市场处于上扬的时期,投资者会急于对基金管理人提供的资料进行详查^[4]。在这样的情况下,由于缺乏与交易相关的资料(甚至是最基本的数据),SEC不能在早期就及时察觉欺诈、市场滥用等非法行为,除非投资者就这类违法行为向 SEC投诉。另一方面,这些数据的缺失也导致 SEC不能更为直观地计算对冲基金的杠杆率。特别是在次贷危机中,作为富裕投资者和养老基金的资金池,对冲基金已然成为“影子银行体系”的一个组成部分,影子银行体系通过购入大量抵押衍生工具和创造更多的抵押贷款需求为次级抵押贷款经纪人提供资金,而该体系却一直不受干预。

因此,《方案》要求针对交易主体特别是机构的监管应更加健全并具有延续性。类似的金融机构应面临同样的监管标准,避免存在差距、重复或套利的可能。对此,《方案》建议成立金融服务监管机构,由财政部领导,以填补监管的空隙、方便政策的协调和不同监管机构的合作、纠纷的解决,识别金融机构和市场已出现的风险。对于对冲基金和其他私募基金的投资顾问,则要求如果其所管理的资金池超过最低的界限,必须按照《投资顾问法》向 SEC登记。对此,财政部在 2009 年 7 月 15 日在《方案》的基础上提出进一步的建议,将该最低界限确定为 3 千万基金资产^[5]。投资顾问应提供他所管理的基金的充分信息,以评估该基金或对冲基金作为整体是否随着时间的流逝,总额、杠杆率等发生变化,是否会对金融稳定造成影响。SEC还应对这些基金进行定期检查,并以不公开的方式形成报告,包括管理基金的多寡、借款的总额、资产负债表中不平衡的项目及其

他信息。

比较金融危机发生前后针对对冲基金的监管策略可以看出,美国官方监管机构仍然承认对冲基金对于增加市场流动性、提高资金利用效率、减少金融资产价格被人为扭曲的作用,而这对于目前陷入信用紧缩的金融市场是十分重要的。但是,监管机构也注意到,对冲基金的投资方式对金融市场稳定性的影响巨大,这些资本的无序流动和趋利性是加重危机发生的重要因素。另一方面,由于监管的缺位,基金管理者对高杠杆、高风险的信用衍生品的大量交易放大了风险,并使损失远远超出作为信用违约互换基础的房地产贷款的总额。由此可见,有效的监管方式仍应是建立在基金交易行为上的监管,这是避免过度干预,并保证交易主体合理经营、限制危机行为的发生和后果的扩散以及金融系统稳定最合理的方式之一^[6]。它反映了美国证券市场一直坚守的“必须性”的理念,即“约束的重点在于保证信息披露对于客户作出投资决定是有益的,并且不会增加额外的监管成本”^[7]。因此,《方案》主要立足于对相关信息的收集,这些信息涉及投资策略、风险、价值评估等,都是降低市场系统风险所必须的。而这样的一种选择也与证券、衍生品市场一直秉承的策略相一致,即为投资者提供获得相关信息的平等机会,从而使之可以权衡与投资有关的风险与收益,做出公司整体和各组成部分的风险承担选择。同时,该资料的提供又一定程度上维护对冲基金的私募性质,局限在可能增加市场系统风险、对基金风险配置有重要影响的信息。毕竟,私募基金的优劣取决于独特、专业的投资技巧,他们善于在市场不充分,特别是价格偏离资产真实价值时,从市场短期自我调整中抓住获利的机会。对信息过于详细的披露会导致这些优势和偏好被公开,从而破坏其价值。另一方面,将对冲基金的客户集中于具有丰富投资经验、拥有大额资产的成熟投资者仍然十分重要,它们对管理者的选择能在一定程度上对对冲基金的运作起到监督的作用。

四、结论

可以看到,在每次金融危机发生后,市场都会做出自我调整。但是除了市场结构,金融经营模式和金融监管的匹配共同构成现代金融体系的制度基础,政府的目标则在于强化市场的调整并实现市场资源的正确配置。在美国,金融市场以资本市场为主导,金融经营模式是混业经营,而监管却是分业监管,这就造成了制度的错配。与之对应的却是近些年来金融创新。并且20世纪80年代以来,“去监管化”成为金融创新和金融自由化下立法和执法的发展趋势,这不仅是就SEC和CFTC而言,对整个金融系统也是同样的策略选择。金融创新的一个显著特点是风险被包装成金融资产。作为金融资产,风险仍然存在,只是被分割、定价,经过复杂的包装,在富有经验的投资者间进行交易。金融危机正是其潜在的两难情境的反映:虽然这种实际上被无限制的切割、组合的风险可以降低单一市场参与

者某种风险的风险暴露,它却增加了整个金融体系的不稳定和脆弱性,从而反之又影响了单一市场参与者的风险架构^[8]。在这种情况下,如果仅仅是针对某一产品或某一风险采取措施,那么并不能从根本上消除市场的系统风险,因为精通金融的金融工程师们会将风险进行转化,使之更为隐蔽和不透明,这种风险的转化只是改变风险存在的形式,并给某些投资者带来额外的利润和风险。

因此,《方案》对衍生品市场监管改革的出发点是从监管目标入手,以此为导向组织和配置职权。在我国,金融期货交易所以2006年9月成立后至今未推出场内金融衍生品的交易,国内机构参与场外衍生品交易则由于缺乏在国际市场上操作的经验,频繁发生纠纷。但是,在金融全球化、以金融创新为特征的金融革命席卷各国的背景下,参与金融衍生品交易及创立相关市场是中国融入世界金融体系的必然选择。我国目前衍生品市场的法律制度主要是2007年3月国务院颁布的《期货交易管理条例》,证监会若干涉及期货交易所、期货公司、从业人员等的实施细则、《证券法》将某些证券衍生品种纳入调整范围的原则性规定和2004年《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》(2007年修改)等,参照美国金融危机后推出的一系列改革方案,本文认为,我国在未来相关制度的完善中,仍有以下几点值得借鉴:

首先,较之通过保证金、持仓比例、涨跌幅限制、平仓等制度严格限制的场内交易、场外交易、市场参与者(特别是私募基金)的信息披露十分重要。它有利于提高价格的透明度,为监管机构、投资者提供获得相关资讯的机会,使衍生品价格与基础金融工具价格具有趋同性,从而保证衍生品市场有效地发挥应有的避险功能并避免过度投机发生。另一方面,要求标准化的场外交易进入交易所或通过单一的中央交易对手进行清算,有利于提高结算效率、降低交易参与人的信用风险,改善衍生品市场乃至整个金融市场的流动性。其次,整合证券和期货的监管,能减少监管重叠和监管缺位的可能,促进不同交易所之间、场内和场外市场之间的充分竞争。但是,在我国,金融期货交易所建立时间较短,较之衍生品市场发达的国家,风险隔离和管理系统还不健全,而期货和证券业在市场功能、参与者、交易机制上仍存在一定的差异,因此,短期内整合两者的监管并不可行。另一方面,我国《期货交易管理条例》第5条规定,国务院期货监督管理机构对期货市场实行集中统一的监督管理,目前,在未成立独立的期货监督管理机构的情况下,暂时由证监会监管,因此,也为期货和证券监管部门间的协调和合作提供了便利。但是,由于衍生品市场交易主体的多样性,既有中小投资者也有金融机构,甚至包括混业经营的金融集团,因此,我国还应进一步规范“一行三会”的联席会议机制,通过定期或不定期的会议,就各自监管中涉及的衍生品市场的问题进行协商,建立畅通的信息共享机制,进行及时、高效、稳定的监管合作。

注释:

在此之前,美国的期货交易所曾试图通过游说国会的方法扼杀场外交易,但终告失败。互换等其他衍生工具顺利地通过了 1981 年“Johnson - Shad Accord”的“目标测试”。Jerry W. Markham, A Comparative Analysis of Consolidated and Functional Regulation: Super Regulator: a Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom, and Japan, Brooklyn J. Int'l L., 28, 2003, p. 369.

当然,这并不意味着场外衍生交易不受任何监管。美国的金融监管体制不仅包含功能型监管,还包括机构型监管。例如,属证券公司进行的场外衍生交易,仍由 SEC 监管;而对于进行外汇和利率方面场外衍生交易的银行,则由美国财政部货币监理署(有些情况下为联邦储备委员会或州银行监管机构)监管。

CDS 事实上是具有保险性质的合约。它以企业的债务为交易对象,但处理的只是债务的结构成分,购买 CDS 的一方承诺一旦发生违约,则承担卖方的资产损失;如果资产没有发生违约情况,则卖方须定期向买方支付一定的费用。对于保险性质的合约,被保险人对保险标的具有可保利益(即法律、经济意义上的实质性的利益)是一份保险合约的基础条件。而按照 CFTC 对衍生合约批准的规则,经济利益也是获得批准上市的标准之一。如果 CDS 能遵循这一条件,那么并不会发生次贷危机中风险通过杠杆作用被几十上百倍放大的情况。但实际上却是,CDS 在场外交易,不受 CFTC 的约束,因此风险在不具有实际经济利益的投资者之间不断传播,这也是为什么《方案》提出将场外衍生品纳入监管的重要原因。See Thomas Lee Hazen, Filling a Regulatory Gap: it is Time to Regulate Over-the-Counter Derivatives, North Carolina Banking Institute, March, 2009, pp. 132 - 134.

这些要求包括对敞口的仓位进行合计,记录数据、面向公众的交易总量等,并对单一交易主体的交易和头寸数据留存。

区分的基础是 1981 年 CFTC 和 SEC 两大监管机构的主席达成“Johnson-Shad Accord”,确立以监管“目标测试”(Goals Test)为标准来区分各自的监管职能的方法。尽管上述安排和立法试图明确两大监管机构之间的监管职责,但仍然有一些模糊的法律问题,例如像标准普尔 500 指数这类股票指数期权合约应当受 SEC 监管,但实际上这些期权合约的交易目的并非投资或集资,相反,在很大程度上却是风险管理的需要。See Diane M. Sullivan, Risk Securitization and the Regulation of Derivatives, Securities Regulation Law Journal, Vol 27, 213, 1999, pp. 226 - 229.

在金融危机前,对冲基金给华尔街投资人带来巨额收益的同时,很大程度上也巩固了纽约的金融中心地位。美国出于自身利益的考虑,一直不愿意收紧对冲基金的监管,担心会因此损害自身金融霸主的地位。甚至在 2007 年 6 月召开的八国集团峰会上,美国仍抵制对冲基金监管新政的出台。李硕:《G-8 峰会美英抵制对冲基金全球监管新政出台》,http://www.fundachina.com/hm/news/2007/06/08/1002108.htm, 2009-03-08.

这些豁免主要基于两种理论设想:一是投资于这些基金的是成熟的投资者,这里的成熟指的是拥有足额资产的自然人或其他实体,同时,他们对对冲基金的投资策略较为熟悉且通常与基金管理人此前就存在一定联系。这些投资者被认为足够地谨慎,并对风险及其回报有充分的认识。二是基金的私募性质、投资者的有限数量使得要求对冲基金在 SEC 登记注册并非迫切或者不必要。See Simeon G. Mann, Too Far over the Hedge: Why the SEC's Attempt to Further Regulate Hedge Funds Had to Fail & What, if Any, Alternative Solutions should be Considered, Saint John's Law Review, Winter, 2008, p. 323.

影子银行体系是指房地产贷款被制作成证券,在资本市场交易,房地产业传统上由银行系统承担的融资功能逐渐被投资所替代,成为银行证券化活动的组成部分。影子银行创造出的衍生品又在全球范围内流通,使得信贷平民化,廉价的信贷更容易被大众得到而不再是少数人的专利,但这也使得信贷危机传播的范围更广,程度更深。

参考文献:

- [1] Pub. Law No. 106 - 554, § 1(a)(5), 114 Stat. 2763 (codified as amended at 7 U.S.C. § 51 et seq. (2006)).
- [2] Norman S. Poser, Why the SEC Failed: Regulators against Regulation, Brooklyn Journal of Corporate [J]. Financial & Commercial Law, Spring, 2009, p. 322.
- [3] President's Working Group on Financial Markets' Agreement Among FWC and U.S. Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital [J]. (Feb. 22, 2007), p. 2, available at <http://www.treas.gov/press/releases/reports/hp272principles.pdf>, 2009-02-13.
- [4] George Sami, A Comparative Analysis of Hedge Fund Regulation in the United States and Europe [J]. Northwestern Journal of International Law & Business, Winter, 2009, p. 305.
- [5] U.S. Department of the Treasury, Legislation for the Registration of Hedge Funds Delivered to Capitol Hill [EB/OL]. <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg214.htm>, 2009-07-25.
- [6] Noah L. Wynkoop, The Unregulables? The Perilous Confluence of Hedge Funds and Credit Derivatives [J]. Fordham Law Review, May, 2008, p. 3116.
- [7] Troy A. Paredes, On the Decision to Regulate Hedge Funds: The SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission [J]. University of Illinois Law Review, 2006, p. 987.
- [8] Saule T. Omarova, The New Crisis for the New Century: Some Observations on the "Big - Picture" Lessons of the Global Financial Crisis of 2008 [J]. North Carolina Banking Institute, March, 2009, p. 162.

(全文共 12,605 字)